

経済と経営 26-3 (1995. 12)

〈論文〉

中国国有企業改革の経済学的分析
—— 企業のエージェンシー理論の視点から ——

汪 志 平

一 は じ め に

国有企業の改革は、中国経済体制改革の中心と難点である。1987年に、請負責任制が広範囲に導入され、また、1992年以降、株式会社制度が次第に多くの企業に導入されてきているが、国有企業の効率低下の問題が一向解決されていない。いっそうの改革はどこを突破口として選択すべきか、また、どのような方向へ展開していくべきか。これらを答えることは、中国経済の発展とアジア太平洋地域の経済活力の維持にとって、切迫な現実性をもっているばかりでなく、重要な理論意義があると考えている。

本稿では、まず1970年代後半以降、急速な発展を見せた企業のエージェンシー理論のうち、中国の国有企業を分析する上で特に有効だと考えられるいくつかの概念を説明する上で、つぎにそれらの概念を用いて、今まで中国で行ってきた国有企業改革の2つの戦略、つまり請負経営責任制、そして株式会社化を分析検討する。

二 エージェンシー理論の基本概念と企業分析

委託-代理という社会現象を取り扱う分析を「エージェンシー理論」と名付けた Ross (1973) によれば、エージェンシー関係は、エージェントと呼ばれる代理人が、プリンシパルと呼ばれる依頼人のために、与えられた意思決定領域で行動する場合の両者間の関係である。すなわち、エージェンシー理論は、考察の対象、たとえば企業を、諸利害関係者から構成される契約体、あるいは一連の契約の連鎖とみなす。エージェンシー関係とは、プリンシパル（依頼人）がエージェント（代理人）に、意思決定の権限を委託する関係である。この両者間のエージェンシー関係は、明示的ないし暗黙的な契約で結ばれていると考えられる。

現実には、経済主体間の多くの経済関係は、エージェンシー関係の特徴を備えている。たとえば、依頼人と弁護士、患者と医者、地主と小作人、選挙民と代議士、預金者と銀行、銀行と企業、規制官庁と被規制企業、政府と国有企業、議会と政府などの関係が挙げられる。以下では、この理論の基本概念のうち、本稿の関心課題に特に密接な関連のあるものを説明することにする。

①情報の非対称性

エージェンシー関係に決定的に影響を与えるのは、情報の非対称性である。依頼人が代理人の成果だけでなく、その行動をも観察できるという情報対称性の世界では、依頼人が代理人への報酬を、その行動に直接に連動させることによって、代理人の利己的な行動を完全に回避することができる。この場合、依頼人と代理人との間に、利害不一致が解消され、企業も新古典派的な企業理論の中で描かれていた行動に帰結することになる。

しかし、現実には、このような対称情報下のエージェンシー関係はほとん

ど存在しないといえる。依頼人が代理人への報酬を決めるに当たって、行動の代用指標として、時間や仕事の量を報酬決定の基準とするのがせいぜいである。単純労働の場合広く使われている時間給はそれである。

しかし、代理人の行動がかなり技能とノウハウを必要で、その成果が外部環境の不確実性に左右される場合、時間給による動機づけ効果があまり期待できない。また、代理人の行動とその成果とは一対一の対応関係が無い場合、代理人への報酬をその成果に連動させることにも限られた効果しか期待できない。

多くの場合、依頼人は、意思決定の現場から離れている。したがって、代理人は依頼人より、情報優位の立場にある。この情報非対称性は、代理人の努力水準、能力と嗜好の観察不可能性、さらに環境の不確実性に起因すると考えられる。

まず代理人の努力水準について、複雑な行動であればであるほど、その観察不可能性が高い。たとえば、依頼人は自分の代理人である弁護士が、十分な立証活動を行ったかどうかを、判断することがかなり困難であろう。また、政府の主管官庁が国有企業のコスト低減努力が十分かどうかを識別することも困難であろう。

代理人の努力水準の観察不可能性は、彼らに怠慢 (shirking) と機会主義的な行動をとることを可能にする。一般に、代理人が努力すれば、分配される成果のパイを大きくすると同時に、彼らに余暇の犠牲と疲労感という負の効用をもたらす。代理人への成果配分のシェアが小さい限り、代理人は自己効用最大化のために、十分な努力を払わない傾向がある。

また、機会主義的行動は、依頼人の利益にはならないが、代理人だけに有利するような行動を指す。株主と経営者間の関係を例にすると、社費での娯楽は一種の機会主義的行動である。代理人のこのような怠慢と機会主義的行動は、エージェンシー関係に固有のモラル・ハザードの問題を生じさせる。

情報非対称性要因として、もう 1 つ挙げられるのは、代理人の能力と嗜好

の観察不可能性である。能力や嗜好については、代理人自身がよく知っているが、他の人が直接に読みとれない。たとえば、被保険者は、生命保険会社よりは、正確に自分の健康状態を知っている。しかし、すべての被保険者に同一の保険料を適用すると、死亡可能性の高い人ほど、保険に加入したい動機が強いという逆選抜の問題が発生する。

さらに、殆どの場合、代理人があげた成果の多寡は、彼の行動だけでなく、外部要因にも影響されるのである。しかし、外部環境は多くの場合不確実である。依頼人は、その不確実性について、主観的な確率分布をもつかもしれないが、実際にどの状態が発生しているか、あるいは発生したかを知るのは難しい。これに対し、代理人は行動現場にいたので、依頼人よりは正確に自分の置かれている環境や状態を知っていることは、想像に難しくないであろう。

②情報非対称性を軽減するための行動

以上の考察で分かるように、情報の非対称性の存在が、代理人の怠慢と機会主義的な行動と逆選抜の問題をもたらす。これらは、依頼人と代理人間の効率的なエージェンシー契約の形成を妨げ、一種の機会費用を生み出すと考えられる。この機会費用は、モラル・ハザード・コストと呼ばれる。合理的な当事者は、この情報に非対称性を軽減するための情報行動をとる動機をもっている。

まず、依頼人のとる情報行動には、監視 (monitoring) と選別 (screening) がある。監視は、代理人の行動をモニターすることである。代理人は、監視によって得られた追加情報を、代理人の報酬決定に織り込むことによって、代理人の怠慢と機会主義的行動を制限し、代理人にインセンティブを与えることができる。これに対し、選別は、逆選抜の問題を防止し、エージェンシー契約の効率性を高めるために、代理人の嗜好、例えばリスクに対する態度を判別しようとする行動である。

つぎに、代理人の情報行動としては、約束 (bonding) と合図 (signalling) が挙げられる。約束は、相手の利益に相反するような行動をとらないと、依頼人に保証するための行動である。また、合図は自分の置かれている状態や自分の特性を自ら相手に知らせようとする行動である。

もちろん、これらの情報行動は、コストなしにはなされうるものではない。依頼人は監視と選別を行うために、一定の金銭と時間を投入しなければならないし、代理人は約束と合図を行うためにも、何らかの形での犠牲を覚悟しなければならない。これらの情報行動に伴って発生したコストは情報費用と呼ばれる。いうまでもなく、この情報費用は、モラル・ハザード・コストとはトレード・オフの関係にある。

③ エージェンシー理論の系譜

エージェンシー理論の系譜をみると、概ね2つの方法に沿って展開されてきた。1つは、エージェンシー理論の基本概念を用いて、現実にある経済主体間の関係、および諸現象を説明する現実解明の研究である。もう1つは、数学的手法を駆使して、依頼人と代理人とのパレート最適契約を研究する規範的研究である。ここでは、紙幅の関係で、現実解明の研究系譜について概観しておきたい。

企業の所有と経営の分離に伴う株主と経営者の間のエージェンシー関係に、最初触れたのは、Berle and Means(1932)だったといえる。彼らは株主と経営者間の利害不一致の可能性を指摘した後、従来の経済学者、法学者の唱える利潤最大化動機が、小規模な個人企業にしか当てはまず、多数の所有者、経営者と労働者で結合されていて、所有と経営が分離している現代企業には適用できない、現代企業の目的は多様にわたっていると指摘した。

Berle and Means が資本市場の発達および所有と経営の分離から、この両者間の利害不一致を指摘したのに対し、Coase(1937)は、市場取引との対比を意識して、企業内部取引問題を提起し、企業を最初から1つの契約体として

とらえた。彼によれば、企業外部では、市場取引の価格変動が生産を調整するが、企業内部では、経営者が市場取引の役割を果たし、資源の配分などの内部取引を行う。企業内取引は、市場取引に必要な価格情報を取得するためのコストを節約し、市場不確実性の不利益性を回避することができるというメリットをもつが、内部取引コストの発生と資源配分の不効率をもたらす。内部取引の限界的メリットが、その限界的デメリットに等しいところに、最適企業規模が見いだされる。

1970年代に入ると、情報偏在が、市場と企業行動に与える影響についての研究、および契約理論についての研究が盛んになった。Akerlof(1970)は、製品市場および保険における情報の非対称性を検討し、レモン市場について画期的な分析を行った。彼の提起した情報の非対称性が存在するときの逆選抜問題は、その後のエージェンシー理論の基本概念となった。

Alchian and Demsetz(1972)は、はじめて企業を契約の連鎖としてとらえた。彼らによれば、企業は契約の取り決めと監視で、怠慢と情報の非対称性問題を解決する上で、重要な意味を持つ。彼らの動機づけ契約とモニタリングの問題提起は、その後のエージェンシー理論の形成に大きな影響を与えた。

また、契約理論の展開に大きく貢献した Williamson(1975)は、市場の失敗との対比で、組織の失敗を論じる際、企業内部の取引コスト、情報の偏在と機会主義を取り上げた。

情報の非対称性と契約理論的捉え方を取り入れ、はじめて明確なエージェンシー理論のアプローチから、企業を取り上げるのは、Jensen and Meckling(1976)である。彼らは、所有の経営からの部分分離や、企業の財産とキャッシュ・フローに対する請求権の相違などに焦点を合わせている。企業は、1人の人間ではなく、異なる目的をもつ多様な利害関係者から、構成される契約体である。企業行動も、契約関係の枠内で、複雑なプロセスをへて、均衡に至った結果である。つまり、企業行動も、市場行動と同じように、諸利害関係者間の均衡的行動である。

彼らは、こうした企業理解の上に、企業内の各利害関係者間の契約関係をエージェンシー関係として捉えている。すなわち、オーナー経営者と外部株主、株主と債権者という2つのエージェンシー関係から、企業を捉えているのである。代理人であるオーナー経営者は、企業の財産とキャッシュ・フローに対する請求権が100%でないので、企業の非生産的支出から、非金銭的役得を得ようとする動機がある。オーナー経営者の持ち分が低いほど、この動機が強い。

また、株主と債権者との間のエージェンシー関係では、株式が企業の財産とキャッシュ・フローに対する残余請求権であるのに対し、負債は一種の固定請求権である。オーナー経営者は、債権者へのリスク移転、つまり債権者からの富収奪を意図するような行動をとる可能性がある。

このようなオーナー経営者の利己的な行動は、企業的意思決定ないし行動の最適状態からの乖離を意味する。しかし、合理的な外部株主と債権者は、この利己的行動の存在を認識しているので、モニタリングの行使と株式あるいは負債の発行価格の引き下げ要求で、オーナー株主の利己的行動の影響を最小限にとどめようとする。したがって、オーナー経営者は、約束行動で、他の利害関係者からの不信を和らげる動機をもつ。

これに対し、所有と経営の完全分離をエージェンシー理論から取り上げたFama (1980) は、資本市場と経営者市場も、経営者の利己的行動を制限し、利害関係者間の利害不一致を軽減する役割をもっている、と強調している。また、彼によれば、現代企業の特徴は、経営とリスク分担の機能分離にあり、資本市場におけるポートフォリオによるリスク分散と、テーク・オーバーによるディシプリン効果、企業内部の経営者間の相互監視と競争、ならびに企業外部の経営者市場は、経営とリスク負担が分離している企業を、効率的な企業形態にしている。

これまでの叙述より分かるように、企業のエージェンシー理論は、企業と

いう組織体を株主・経営者・債権者・労働者などから構成される契約体とみなし、関係者間の関係を委託－代理というエージェンシー関係として捉える。この理論によれば、委託者であるプリンシパルが代理人であるエージェントの行動と嗜好を知ることが困難であるために、エージェントの怠慢と機会主義的な行動のモラル・ハザード、およびエージェンシー関係成立時の逆選抜の問題が生じてくる。この種の契約体の非効率を軽減するために、様々な情報行動と動機づけメカニズムが必要となってくる。

三 国有企業と政府間のエージェンシー問題

国全体の利益を代表する政府と、契約体として成員全体の利益を追求する企業との関係もエージェンシー関係の特徴を持っている。企業は政府からのコントロールとモニタリングのもとで、委ねられた権限を行使して、自己利益の最大化を追求するからである。

伝統的な計画経済体制のもとでは、政府と企業間のエージェンシー関係は、直接的なエージェンシー関係である。すなわち、政府は市場を介することなく、直接に企業行動をコントロールしている。これに対し、市場経済体制では、政府は市場を介するという意味で、間接的なエージェンシー関係である。直接的なエージェンシー関係は、一見単純明瞭であるが、エージェントたる企業の競争市場（製品・経営者）が存在しないので、かなり高い程度の企業コスト低減努力および他のモラル・ハザードを内包していると考えられる。また、政府と企業間に、極めて高い程度の情報非対称性が存在するために、これらのモラル・ハザード問題の軽減を目的とする、政府と企業間の動機づけ契約の効果があまり期待できないと思われる。

市場経済では、エージェントとしての企業は、製品価格と原材料価格の不確実性に直面している。その不確実性は、企業の課税所得の不確実性をもたらす。通常、政府は、企業の課税所得がゼロ以上の時にだけ、その課税所得

に一定の税率をかけた法人税を徴収する。こういう意味から、政府は一定のリスクだけを負担しており、リスクの大部分は、企業が負担していると考えられる。

しかし、政府と企業の間には、情報非対称性の程度がかなり高い。すなわち、企業の責任者は、企業行動と課税所得について、絶対の情報優位の立場にある。企業には、この情報優位性を利用し、課税所得を過小に報告したり、減免措置を悪用したりするというモラル・ハザードがある。

政府は、他のエージェンシー関係にもよくみられるように、この問題を軽減するために、公的監査およびモニタリングを行い、法的罰則を設けるに違いない。企業のモラル・ハザード・コストと、政府の監査・モニタリング費用の合計は、政府と企業間のエージェンシー関係の背後にある、総エージェンシー・コストと考えられる。

また、以上の議論では、政府の主管部門の責任者が、社会厚生最大化の忠実な追求者と見なされてきた。しかし、政府の主管部門と内閣ないし国会との関係も、また一種のエージェンシー関係にある。政府管理の有効性は、この主管部門の責任者のモラル・ハザードに大きく影響される。

主管部門のモラル・ハザード行動としては、情報の収集と規制活動を怠ることが挙げられる。主管部門に正確な企業情報をキャッチさせ、最適な規制政策を制定させるために、彼らに最適報酬契約の設定も必要になってくる。このように、国有企業に対する規制は、国家→主管官庁→管理責任者→企業という過程を経ることになる。

多くの市場経済の国々でも、政府の公企業への資本参加が見られる。政府の資本参加は、単なる投資手段として利用されている場合もあるが、主として企業に対する内部規制を目的とするものと考えられる。資本参加により、政府は被規制企業の株主になって、企業情報にタッチしやすい立場にあり、情報費用およびモニタリング・コストを低減することができる。したがって、政府はある特定の公共政策目標を達成するために、特定の企業の情報を必要

とするとき、外部規制よりも、内部規制を行う方が有効かもしれない。しかし、政府以外の株主からみると、政府の資本参加で、企業の所有と経営の分離によるエージェンシー・コストが高くなる可能性がある。

まず、政府の資本参加がない場合、株主は議決権の行使と経営監視で、所有と経営の分離のエージェンシー・コストをある範囲以内に抑えることができる。これに対し、政府の利益を代表するはずの政府が派遣してきた役員や監査役は、自己の私的利益の立場から、一般の株主よりも企業の経営に関与し、それを監視することがありうる。特に、政府の官僚システムそのものがうまく機能していないとき、この可能性が高い。

また、政府が長期保有の目的で、企業の株式を所有するのは普通である。このために、政府の大量株式保有は、他の企業からの買収・合併を妨げ、企業支配を競う経営者市場のディシプリン効果を薄める。これは、無能な経営者を安住させ、企業経営の非効率性を長く温存させる危険をもたらす。

四 国有企業の請負制におけるエージェンシー問題

中国は 1980 年代に入ってから、長年の経済停滞を打破するために、国営企業に請負制を広範囲に導入した。この請負制に従えば、政府の関係主管官庁は、特定の経営者と請負契約を締結し、国に所有されている企業をその経営者に請け負わせる。経営者は、一定の目標値を達成したら、固定賃金のほかに、目標値を超えた分に比例するボーナスをも手に入れる。しかし、この経営目標を達成しなかったら、経営者は、固定賃金しか受け取らず、その上、彼と政府の請負契約が中止させられることになる。

請負制を導入する前に、中国の国営企業は政府官僚によって経営され、経営者と労働者の報酬は、固定賃金しかなく、企業のパフォーマンスの如何に関係なく、一定であった。この制度では、経営者は生産性を向上させ、企業の収益を高める内在的動機を欠けていた。また、他の経営者からの競争もな

ければ、製品市場からの競争もなかったので、経営者は自分のポストに安住し続けていた。

従って、請負制は、従来の企業管理体制と比べて2つの点で優れている。1つは、経営者の報酬を経営者の行動と結びつけるようにした。すなわち、他の条件を所与とすれば、経営者がより大きい努力を払えば、より大きい報酬を手にすることができるようになった。もう1つは、経営者にリスク意識を植え付けたことである。経営者の報酬を不確実な企業業績に関連づけることは、一定のリスク配分効果が期待されるようになった。

①請負契約の分析

政府と経営者間の請負契約は、典型的な代理契約である。政府は企業資産に所有権をもつが、その使用権を経営者に与える。経営者は、政府の代わりに、企業経営に関する意志決定を行い、それを実行する。政府と経営者は、請負契約で決められている配分ルールに基づいて、企業収益の配分を行い、リスクを負担する。

この意味では、国営企業の請負制における政府と経営者間の関係は、所有と経営が分離している株主と経営者間の関係によく似ていると考えられる。

他のエージェンシー問題と同様、経営者と政府主管部門の担当者は、利己的でそれぞれ異なる目的を持っている。また、政府担当者と経営者の間に、情報の非対称性とリスクにたいする態度も異なる。従って、国営企業の請負制の効率性は、この利己的な政府担当者と企業経営者が取り決めた請負契約の効率性に依存する。

通常、担当者と経営者間の契約は、以下のような形で表される。

$$R(x) = \begin{cases} K & x < x \\ K + s(x - x) & x > x \end{cases}$$

ただし、 $R(x)$ は経営者の総報酬、 K は固定賃金、 x は企業の請負基数収益(毎年政府担当者との交渉によって決まる)、 x は実際の収益、 s は超過収益

の配分関数である。

エージェンシー理論の枠組みの中で、最適の動機づけ契約 (K, x, s) を求めることができる。しかし、この非線形型のエージェンシー問題を解くのは、容易なことではない。とくに不確実性と経営者行動に関する情報の非対称性が存在するため、最適の基数収益 x の決定は、極めて困難である。

現実によく使われる x の決め方は2つある。1つは、契約を締結するときに、この目標収益がいったん決まると、契約期間中にずっと固定していくやり方である。このやり方では、目標収益の決定に問題があるが、かなりのインセンティブ効果が期待でき、したがって、政府担当者が経営者の行動をモニターすることに大きな困難を感じる際の契約に適している。この場合、担当者と経営者間の契約は、以下のような形で表される。

$$R(x) = \begin{cases} K & x < x^0 \\ K + s(x - x^0) & x > x^0 \end{cases}$$

ただし、 x^0 は企業の請負基数収益であり、請負契約の期間中に変わらない。

もう1つのやり方は、 s を固定しておいて、契約期間中の t 期の基数収益を $(t - 1)$ 期の実際収益を参考に決める方法である。この方法は、 x の決定を単純化し、実現値に近い最適の基数収益を見出すことを可能にする。しかし、他方、この方法は、インセンティブ効果が小さく、ラチェット (ratchet) 効果という経営者の努力を損なう問題をもたらす。このラチェット効果とは、今期の実績を次期の基数収益とする場合、経営者が次期以降の基数収益の引き上げを回避するために、故意に今期の収益を低く抑えることを指すものである。したがって、この方法は、政府担当者が経営者の行動を容易に監視できる場合に限って有効である。この場合、担当者と経営者間の契約は、以下のような形で表される。

$$R(x) = \begin{cases} K & x < x \\ K + s(x - x) & x > x \end{cases}$$

ただし、 $x(t) = \alpha x(t-1)$ 。つまり、 t 期の請負基数収益は $(t-1)$ 期の実際の収益に依存する。

国営企業を民間経営者に請け負わせるに当たって、競争入札制度を導入することは、請負契約の効率性を向上させ、基数収益値と配分係数の設定の客観合理性を高めるのに役立つと考えられる。その導入は、競争的な経営者市場が存在しない場合に特に有効である。

②請負制の問題

現在の中国において、まだ株式会社化されていない国有企業は、基本的に請負制を導入している。企業の所有関係が、依然として国家所有の形態であるために、従業員は潜在的に所有者の意識をもっている。したがって、請負制を導入した国有企業内部の少数の請負人と、多数の従業員間の関係は、株式会社内部の経営者と従業員間のエージェンシー関係と異なる性格を持っている。

つまり、請負人が高い収益を得るとき、従業員は、企業の理論上の所有者の一員として、その利益の配分に、強い参加の意向をもつ。しかし、他方、従業員が実際の所有者として、特定化されおらず、リスクを負担しようと考えていない。したがって、この全人民所有制企業における従業員の所有意識は、株式会社制企業内の従業員持ち株制度のような動機づけ効果を期待できない。中国の請負企業の経営者と従業員間によくみられる利害の衝突は、こういう歪んだエージェンシー関係の弊害を反映している。

また、現行の請負制では、請負人は、基数収益以上の成果得たとき、その収益の一部を享受するが、基数収益に達していないとき、リスクをほとんど負担しない。このリスク負担と残余請求権との分離は、リスク負担者と残余

請求権が一体になっている株式会社の場合と違って、過大な投資と資源の濫用を招き、社会資源利用の効率性を損なう結果を引き起こす。経営者市場と企業間の買収・合併が存在しない現段階では、請負人の個人資産を含める抵当請負制は、請負人を選定するときに、起こりうる請負人の逆選抜を回避するのにも有効であると考えられる。

さらに、現行の請負契約期間は、3年から5年までであるが、この短い請負契約期間は、企業行動の短期指向をもたらす。請負経営者は、契約期間中の業績だけに関心をもち、その期間中の利益を捻出するために、研究・開発を怠ったり、収益資産を処分したりする動機をもつ。

経営者のこの種のモラル・ハザードを軽減するために、契約期間を長く設定した方がよい。しかし、契約期間が長いほど、正確な外部環境の予測と基数収益の設定が、より困難となり、契約リスクもより大きくなる。したがって、契約期間中に、一定の収益を達成すれば、契約満期のときに、請負契約を更新してもよいというオプションを、予め請負人に与えるならば、長期的な請負契約の設定の困難を回避できるし、短期契約による経営行動の短期指向も軽減できる。

最後に、最適な請負契約が結ばれる条件としては、政府担当者が政府のために、忠実に行動することである。ところが、現実には、政府と担当者との間にも、エージェンシー関係にある。政府の担当者は、請負人の選定と、請負契約の締結をいい加減にし、請負人と企業の行動に対するモニタリングを怠ることがよくある。また、自己利益をはかるために、故意に請負人に便宜を与えることさえよく見られる。とくに、担当官僚と請負経営者を監視する法的手段が確立されていないとき、政府と担当者間のエージェンシー・コストはかなり大きい。

国有企業の請負制に内包されるこのエージェンシー・コストは、請負制の本来の目的達成をより困難なものとする。したがって、国有企業の請負制は、従来の政府による直接経営よりは優れているとはいえ、効率の向上には限界

がある。いっそうの効率化を達成するために、企業所有者の空席を埋めて、政府担当官僚と企業間のエージェンシー・コストを軽減する必要がある。そのためには、国有企業の改革の行き先は、ほかならぬ株式会社化である。

五 株式会社におけるエージェンシー問題

1980年代に入ってから、改革の進展と共に、中国経済全体が急速な発展ぶりをみせている。この間、国有企業に対して経営請負責任制、工場長責任制、賃借（リース）制など、様々な試みを行ったにもかかわらず、国有企業の業績が悪化している。この事実は、国有企業の経営に構造的な欠陥があることを示している。しかも、その欠陥は、非常に単純で、誰の目にも明らかなものである。それは、政府が個別企業の経営を直接指導し、経済合理性に基づかない干渉を個別企業に行い、市場に対応した企業の柔軟事業展開を妨げていることにある。企業経営が政府から独立していないため、市場の変化に対応できていない。従って、国有企業を活性化するためには、制度として、政府が個々の国有企業の経営に干渉しない、あるいはできない仕組みを作らなければならない。

新しい企業と政府の関係、すなわち、企業を政府が所有し、経営は企業が自主に行い、経営の結果について政府に責任を負うという関係を十分に実現できるシステムが株式会社である。国有企業改革の一環として、今も行われている経営請負制は、国有企業自主権拡大の実践として、一定の評価を与えるべきであるが、請負という行為それ自体が、政府主管部門の強力な企業支配力を物語っている。また、請負契約期中の業績向上のみに注力して、長期的な視点がなおざりにされることもあろう。経営請負制は、あくまで株式会社化に至る過渡的な企業形態である。

目を世界に転じると、株式会社制度は、資本主義経済の発展に大きく貢献してきた。今日、一流企業と呼ばれている大規模な企業のほとんどは、株式

会社の企業形態をとっており、しかも発行株式を証券取引所に上場している。

現代の株式会社が、株主・経営者・債権者と労働者などから構成される複雑な契約体である。ここでは、株主と経営者間のエージェンシー関係だけを取り上げて、エージェンシー・コストを軽減する諸メカニズムを検討した上で、中国の国有企業がなぜエージェンシー・コストの発生を引き起こすまで、所有と経営の分離に踏み切る必要があるかを探求する。

1 株主と経営者間のモラル・ハザード問題

所有の経営からの分離は、専門的経営者に、広範囲の意思決定の権限を賦与し、自由裁量的な行動をとることを可能にする。しかし、経営者も私的利益を追求する経済主体である。経営者は何もかも株主のために行動するとは限らず、むしろ与えられた権限内で、自己利益の最大化を追求すると考えられる。すなわち、モラル・ハザードの問題が内包されている。以下では、株主と経営者間のこの問題を、経営者の非金銭的利益の追求、努力不足、過度のリスク回避行動に絞って、エージェンシー理論の概念を用いて検討する。

(1) 経営者の非金銭的利益の追求

一般的に、企業の所有と経営の分離度が高いほど、企業の生産活動に貢献しない非生産的な支出が大きい。非生産的支出は、企業内部における資源の非効率的な配分で、企業価値の減少をもたらすと考えられる。それなのに、経営者はなぜこのような非生産的な支出をするのであろうか。

専門的経営者は、経営ノウハウをもって、企業の経営に当たる。その代わりに報酬をもらう。後ほど考察する刺激報酬を無視すれば、この報酬は、企業収益に対する一種の固定請求権に相当する。これに対し、株主は企業の残余利益に対する請求権をもっている。

したがって、経営者は限られた金銭的収入のほかに、自分の自由裁量権を利用して、非金銭的利益を追求する誘因をもつ。たとえば、政治献金は、経営者の政界とのパイプ作りに役立ち、自分の社会的地位と社内での立場の強

化につながる。豪華な乗用車とオフィスは、経営者の快適さへの追求と虚栄心を満足させると考えられる。しかも、この非生産的支出あるいは非金銭的役得の大きさは、所有と経営の分離度、つまり、経営者の株式持ち分に依存する。この理由は、以下のように説明できる。

企業の価値 V は、非生産的支出がまったくない時の企業価値 V^0 と、非生産的支出 S との差、つまり、 $V = V^0 - S$ としよう。非金銭的利益が一種の制限付きの消費なので、その1単位の支出によって得られる効用は、それを直接に経営者に支払う場合の効用より低いと考えられる。さらに、非金銭的利益のための支出の限界効用は、支出額の増加につれて減少する。したがって、非金銭的利益の金銭的報酬の等価価値を $F(S)$ で表すと、

$$0 < F'(S) < 1 ; \quad F''(S) < 0 ; \quad 0 \leq S < V^0$$

が成立する。経営者の固定報酬と経営者の株式持ち分をそれぞれ K と a で、金銭的収入の効用関数を $U(\cdot)$ で表すと、経営者の総効用は次のように表される。

$$U = U[K + a(V^0 - S) + F(S)]$$

この式から、経営者にとって最適な非生産的支出 S^* は、一階条件 $dU/dS = 0$ 、つまり $F'(S^*) = a$ を満足しなければならない。

この式は、経営者が非生産的支出を、その金銭的報酬の等価価値が、その支出の自己負担シェアに等しいところまで行うことを意味する。

もっと分かりやすくするために、一階条件式に対して、比較静学的分析を行うと、

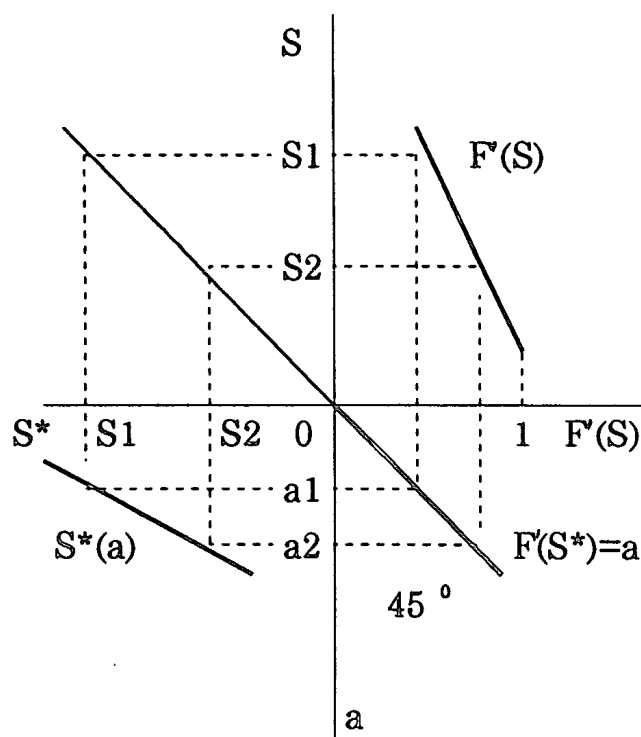
$$dS^*/da < 0$$

が得られる(下図を参照)。この式から、非生産的支出は、経営者の持ち分の低下につれて、増大することが分かる。

また、経営者の持ち分が1に近づくと、 S^* は0に近づくと分かる。この理由は明らかである。経営者は、非生産的支出の追加的な1ドルを消費しても、経営者の負担するその支出のコストは、1ドル以下の a ドルしかない。

a が小さいほど、追加の 1 ドルの非生産的支出の自己負担分は低くなり、非生産的支出に、企業資源を投下する誘因は高くなる。

この非生産的支出が経営者のモラル・ハザード・コストと呼ぶことにする。その大きさは、企業のフリー・キャッシュ・フローの多寡に依存する [Jensen and Meckling (1976)]。フリー・キャッ



シュ・フローが大きいほど、こういう経営者の機会主義的行動の範囲が広くなり、非生産的支出も大きくなると考えられる。バブル期の日本企業の経営者の行動を思い出せば、この結論に納得できるであろう [汪志平(1993)]。

(2) 経営者の努力不足

経営者の努力水準についても、非生産的支出と同様、モラル・ハザードの問題がある。一般的に、経営者の経営努力は、企業価値の増大につながるが、その限界効果は逓減的である。非生産的支出を一定とすると、企業価値 V は経営者の努力水準 e の関数で表されると、 $V'(e) > 0$; $V''(e) < 0$ である。

しかし、この経営努力は、経営者にとって、一種の負の効用をもたらす。したがって、持ち分 a をもつ経営者が、 e の努力水準を払うときに、得られる効用 U は、次のように表すことができる。

$$U = U[aV(e) - e]$$

経営者の最適非生産的支出の求め方と同じ方法で、 $de^*/da > 0$ が得られる。この式は、経営者の持ち分が低いほど、経営者の努力水準が低いことを意味する。この所有と経営の分離による、経営者の努力水準の低下は、企業

価値の低下をもたらす。

(3)過度のリスク回避

現代企業における経営者の持ち分は無視できるほど小さい。したがって、株式所有者は企業への資本供与で、残余利益を得るのに対し、経営者は企業への人的資本の提供で、その見返りとしての報酬を得ているのである。

ポートフォリオ理論によれば、普通株式の所有者は、市場ポートフォリオに近いポートフォリオを組むことによって、特定企業の株式保有のリスクを軽減することができる。これに対し、人的資本は、特定の企業にしか適用できないという企業固有の性格がある。そのうえ、経営者の専門知識および経営ノウハウの蓄積に、相当の時間と費用を要する。このように、専門経営者は、企業固有の非システムティック・リスクはもとより、市場共通のシステムティック・リスクにも晒されている。したがって、経営者は、株式投資家より高いリスク回避度をもつと考えられる。

経営者の高いリスク回避指向は、企業の投資行動と財務行動に影響を与える。たとえば、倒産の可能性と報酬の変動を軽減するために、経営者は過度に投資リスクを抑え、負債比率を低くする誘因をもつ。また、経営者は、できるだけ配当を減らし、内部留保を増やす誘因をもつ。これは、倒産の可能性と報酬の変動の減少につながるだけでなく、経営者の自分の支配下にあるフリー・キャッシュ・フローと過大な非生産的支出の可能範囲の拡大につながるからである。

2 モラル・ハザード問題の調整メカニズム

以上で考察した株式会社におけるモラル・ハザード・コストを負担するのは、契約体内部の経済主体たちである。経済主体たちは、この契約関係の背後にあるコストを最小化する動機を持っている。たとえば、株主は、経営者への行動への監視、情報非対称性の軽減、刺激的な報酬契約の締結で、自分の効用を高めようとする。経営者も、株主からの信用を得て、既得権益を維

持するために、ある程度、株主の要求に応えなければならない。また、資本市場と経営者市場の存在も株主と経営者間のモラル・ハザード・コスト問題を緩和していると考えられる。以下は、この緩和のメカニズムと外部メカニズムに分けて検討してみたい。

(1) 経営者の報酬契約

残余請求権者たる株主と、そのエージェントたる経営者間に取り結ばれている報酬契約は、モラル・ハザード・コストの軽減に役立つ。アメリカ企業の典型的な報酬契約の条項を詳しく検討した Smith and Watts(1982)によれば、企業の報酬契約は、以下の3つに分けられる。①企業の当期業績に依存しない固定報酬契約（俸給・年金と保険）、②企業の市場評価尺度に依存する報酬契約（ストック・オプションなど）、③会計的な業績尺度に依存する報酬契約（ボーナス、パフォーマンス・プランなど）。次に、この分類に即して、現代株式会社における経営者報酬契約の意義を検討する。

①固定報酬 企業の当期業績に依存しない固定報酬は、毎期の期首に再交渉を通じて決定される。この報酬額は、経営者の能力と過去の業績に基づいて決定されている。したがって、この種の報酬契約の設定は、長期的なモラル・ハザード・コストの軽減に役立つと期待される。特に現在の業績が、将来の俸給の再交渉のときに評価されるという意味で、若い経営者層の経営努力の刺激剤となりうる。

前述のように、経営者は高いリスク回避度をもっているので、この固定報酬に重大な関心をもつはずである。企業は有能な経営者を経営に当たらせるために、十分な固定報酬を保証しなければならない。

②市場尺度に依存する報酬 経営者に残余請求権を持たせることは、彼らに意思決定の結果を享受させることを通じて、リスク・シェアリングの効率性を高めることができる。残余請求権たる株式の市場価値が、企業の非生産的支出の減少と、経営者の努力水準の増大に従って上昇し、将来にわたる期待キャッシュ・フローの流列に依存するので、この残余請求権の賦与は、非

生産的支出、努力不足と短期行為化によるモラル・ハザード・コストの軽減に最も適している。

ストック・オプション制度は、この種の報酬契約のうち、最もよく利用されるものである。ストック・オプションは、経営者に賦与する株式のコール・オプションなので、株価の変動が大きいほど、その価値も大きくなる性質をもつ。したがって、このコール・オプションの権利を経営者に賦与することによって、キャッシュ・フローのリスクの大きい投資案件を選択する動機を、経営者に与えることができる。これによって、経営者の過度のリスク回避指向が弱められることを期待できる。

③会計尺度に依存する報酬 市場依存の報酬は企業全体の業績を反映するものであるのに対して、会計的な業績尺度に依存する報酬契約の場合、それに関する会計データが各部門別に調査可能なので、中間管理者の報酬決定に適している。アメリカでよく使われるパフォーマンス・プランにおいて、報酬額がプランの実施期間（普通3～6年間）の期末の株価に連動するのではなく、予め決められた業績目標の達成水準に連動するのである。業績目標の達成水準が高いほど、その報酬額も高い。業績目標は、1株当たり利益や、総資本利益率を用いることが多い。

従って、パフォーマンス・プランは、ストック・オプションと同様のモラル・ハザード・コスト軽減効果が期待できると考えられる。しかし、会計尺度をもって経営者の報酬を決めることは、経営者に会計技術または会計政策を選択させる動機を与える。発生主義や将来の利益を現在の期間中にシフトするような会計方針への選好は、この種の報酬契約に起因していると考えられる。

(2)昇進と相互監視システム

以上で取り上げていた報酬契約は金銭的なものであった。しかし、組織学と動機づけ理論によれば、金銭的報酬は、動機づけシステムの中の1つにすぎず、非金銭的な報酬も重要な意味をもっている。この非金銭的報酬は、賞

賛・認知と昇進などの形をとる。

とくに昇進は、経営者に努力のインセンティブを与えるだけでなく、昇進に伴う人的資源の再配分を通して、企業の効率を向上させることができる。しかし、昇進は十分なポストがあることを前提としている。成長企業ではかなり有効であるが、成熟企業では、人的資源の再配分効果はあまり期待できないかもしれない。

ピラミッド型組織の現代株式会社は、上からのモニタリング機能と相互監視システムをもっている。たとえば、株主の利益を代表する取締役を、取締役会に送り込むことによって、彼を社長に対するモニタリングに当たらせることができる。これに対し、取締役間の評価と昇進に関する競争は、相互監視の役割を果たしている。

アメリカでは、普通、企業の役員の金銭的報酬の決定は、株主の利益を代表する外部取締役で構成される委員会によって行われる。この報酬を審議する委員会は、内部役員の行動と業績を評価し、報酬を決定する。

(3)資本市場と経営者市場の役割

以上、企業内部のモラル・ハザード・コスト軽減のメカニズムを検討してきた。しかし、報酬契約の場合、経営者の報酬を、企業の業績もしくは株価に連動させることは、確かに、経営者のモラル・ハザードを抑止する効果をもっているが、株主の情報劣位のため、結果として、経営者だけに有利であるように決定される可能性がある。また、株主の利益を代表するはずの取締役会の無機能化と、経営者の明白な情報優位性も、内部メカニズムの限界を示している。取締役は、情報収集とモニタリングの不効用を償うのに、十分な持ち分を持たない限り、積極的に自分の役目を果たそうとする動機が薄い。株主総会の形骸化と経営者人選についての株主議決権の有名無実化は、その端的な好例である。

上述した企業内部メカニズムと補完的な役割をもち、経営者の私的利益の追求などの機会主義的な行動を抑止する上で、大きな役割を果たしているの

は、資本市場と経営者市場という外部メカニズムである。

資本市場で、企業の残余請求権を評価するに当たって、投資家は経営者の行動と株主利益との不一致を、株価に織り込むと考えられる。投資家は怠慢で私的利益追求に走る経営者に対し、資本市場を通して、その企業の株式を他の企業の株式に買い替えることによって、その経営者に拒否の審判を下すことになる。これは結局、株価の下落をもたらすとともに、経営者の名声と信用の失墜をもたらす。これは、経営者の機会主義的行動に対する資本市場からのペナルティと考えられる。

他方、競争的経営者市場が存在するとき、経営者は市場平均的な報酬水準しかえられず、名声と社会的地位を維持するために、企業業績の向上に頼るしかない。また、競争的な経営者市場は、企業内部の相互監視システムを強化する機能もある。

企業間のテーク・オーバーは、企業の支配を競う市場の具体的な形態である。公開企業の株式の譲渡可能性は、競争的な立場にある外部の経営者が、株式公開買い付け、委任状勧誘と合併などのいずれかを通じて、現在の経営者にとって代わることを可能にする。企業支配を競う市場における競争は、内部経営者とその企業を乗っ取ろうとしている他の企業経営者との競争である。経営者が無能で、怠慢独断的で、企業内部の相互監視システムが機能せず、株主に不利益をもたらすとき、企業の支配を目的とする株式の公開買い付けは、現在の非効率的な経営システムを除去する一つのメカニズムとして機能する。

非友好的買収、たとえば、株式の公開買い付けによる買収が成功するとき、経営者が交替するのが普通である。このような買収に伴う経営者の既存企業からの追放の脅威は、経営者の機会主義的行動を事前に防止するという事前のディシプリン効果もあるし、これらの行動に対する事後的なディシプリン効果もある。

しかし、市場の競争メカニズムも、株主と経営者の利害不一致を完全に除

去することができない。確かに、情報の伝達と裁定取引になんらのコストも要らないMM理論の世界では、株主が経営者の行動と、企業の経営状況についての情報を、即座にキャッチでき、経営者の交替もコストなしに行うことができる。しかし、現実の市場では、情報の伝達、モニタリング、動機づけ契約の締結と経営者の交替に、かなりの時間とコストがかかる。したがって、エージェンシー問題の核心は、いかに上述のモラル・ハザード緩和の諸メカニズムをもって、株主と経営者間のモラル・ハザード問題を完全に除去するかにあるのではなく、いかにモラル・ハザード・コストと、情報費用、契約調整費用と取引費用との合計、すなわち総エージェンシー・コストを最小化するかにあるのである。

3 中国における国有企業の株式会社化の必要性

以上の分析から分かるように、国有企業を株式会社化することのメリットは、第一に、市場の変化に対応して、自分で決定を下せる企業を作ることができる。第二に、政府との関係が株主に責任という形に明確化する。第三に、株式会社会計の導入で、合理的な経営評価ができ、経営の専門家が経営者に選べられる機会が増える。第四に、政府は株主および役員の派遣という形で、企業に対する影響力を保持できる、などである。

当然、国有企業の株式会社化それ自体は、企業が市場の中で、自主的に素早く決断し、行動できるような制度的な枠組みを提供するだけであって、企業活性化のための単なる必要条件にすぎない。しかし、これを欠いては、企業活性化のためのいかなる政策も絵に描いた餅となるかもしれない。

もちろん、株式会社化したあと、株式を誰が保有するかといった所有構造の問題はあるが、それはつぎのステップの問題としたい。既存の国有企業を株式会社に組織転換した場合、条件が整うまで、政府が100%所有のままとしても、一向に構わない。この場合、株主は政府だけとなり、株式会社としては変則であるが、株式会社制度は多様な所有構造を容認している。

国有企業から株式会社への転換について、私はたいへん高く評価したい。その理由は、経営の透明性が一挙に高まるという点である。年に一度、株主総会が開かれ、そこでの経営内容の公開が義務づけられる。もちろん、政府がすべての株式を保有している場合、株主は政府だけであるが、そういった企業の株主総会は、壇上に、経営陣数十人が並び、会場には政府代表1人だけという奇妙なものになる。それでも、一応政府代表は質問を行うし、経営陣はそれに答える。また、経営内容も文書化される。これだけでも、相当な経営情報の公開である。さらに、上場されれば、新聞などで決算書を公表する義務が生じる。また、株式の売却が進めば、当然、株主総会には、一般の株主が参加するようになり、さらに経営の公開が進むのである。国営企業の抱える大きな問題の1つに、経営の不透明性があったが、これは株式会社化で、相当解消できるのである。

株式制は、1984年から試験的に導入されている。1994年末までに、3600社を超える国有企業が株式会社に改造されている。ところで、この3600社の所有構造をみると、国家株が約35%、国有法人が約30%、合わせて65%の株式は、国家および国有法人によって保有されており、いわゆる「公有株」である。

一般に、株式会社の経営は、株式の所有で決まる。株主総会での投票で、人事も事業計画も決算も、決まるからである。だから、論理的には、50%以上の株式を所有していれば、経営の実権を握ることになる。

したがって、中国の大部分の株式会社の場合、公有制を主体とする政府の社会主義的理念を具現するためには、政府が50%以上の株を保有しなければならない、ということになる。

しかし、政府による株式の過大保有には、やはり問題がある。それは、政府が過半の株を所有することになっている株式会社の株式は、事実上の無議決権株となっている。一般の株式会社の株式は資産であると同時に、経営参加権でもある。経営参加権というのは、株主総会での議決権のことであるが、

政府が株式の過半を握っているということは、それ以外の株主はもちろん、株主総会に参加できるし、投票権もあるが、投票結果は事前に決まっていることになる。つまり、事実上、一般の株主に議決権はないことになる。

このように、現在の中国において国有企業より改組されてきた株式会社においては、確かにその所有構造・支配構造と経営者の行動に多くの問題を抱えている[汪志平(1995)]。にもかかわらず、中国産業部門の大半を担っている国有企業の活性化をはかるには、それらを株式会社形態に改組することが第一歩であると信じている。現代経済学の成果を吸収しながら、できあがったちょっと変則的と思われる現在の株式会社を次第に改善していくことが大事であろう。これについて、稿を改めて論ずる予定である。

参考文献

- 汪志平(1993)「日本における銀行の株式保有と融資——企業負債のエージェンシー・コストからの一考察——」『証券経済』第183号。
- 汪志平(1995)「中国国有企業の改革と証券市場の発展」『証券経済』第192号。
- 汪志平(1995)「中国における株式会社の所有構造と支配構造」『証券経済学会年報』第31号(掲載予定)。
- 翟林瑜(1991)『企業のエージェンシー理論』同文館。
- 何暉(1995)「国有企業改革中の委託—代理分析」『経済科学』(北京)第1期。
- 銀温泉(1993)「国有企業改革三種基本思路的理論分析」『経済研究』(北京)第9期。
- 国有企業改革与効率課題組(1992)「中国国有企業改革：制度、行為与効率」『管理世界』(北京)第5期。
- Akerlof, G.(1970), The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 84.
- Alchian, A. and H. Demsetz(1972), Production, Information Costs, and Economic Organization, *American Economic Review* 62.
- Berle, Adolf A., Jr., and Gardiner C. Means(1932), *The Modern Corporation and Private Property*. Revised Edition, 1968. New York : Commerce Clearing House, Inc.
- Coase, R.(1937), The Nature of the Firm, *Economica* 4.
- Demsetz, H. and K. Lehn(1985), The Structure of Corporate Ownership : Causes and

Consequences, *Journal of Political Economy* 93.

Fama, E.F.(1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy* 88.

Fama, E.F. and M.C. Jensen(1983), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics* 26.

Jensen, M.C. and W. Meckling(1976), The Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3.

Jensen, M.C. (1988), Takeovers : Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspectives* 2(1).

Ross, S.(1973), The Economic Theory of Agency : The Principal's Problem, *American Economic Review* 63..

Smith, C. and R. Watts(1981), Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans, *Australian Journal of Management* 7.

Williamson, O. (1975), *Markets and Hierarchies*, New York, Macmillan. 浅沼万里・岩崎晃訳『市場と企業組織』日本評論社, 1980 年。

[記] 本稿は文部省平成 7 年度科学研究費補助金 (課題番号 07730022) による研究成果の一部である。